

龚刚：理解中国特色的宏观调控

•  龚刚 云南财经大学金融研究院院长、博士生导师

2019-03-08 07:36:47 来源：观察者网

https://www.guancha.cn/GongGang/2019_03_08_492779_s.shtml

【文/ 观察者网专栏作者 龚刚】

当前中国经济面临下行压力，GDP 增长率自 2018 年第一季度的 6.8% 一路下降至第四季度的 6.4% 就是极好的佐证。为此国家开始进行逆周期的宏观调控政策。李克强同志最近在两会上所做的政府工作报告体现了这种中国特色的宏观调控。

中国宏观调控的特点

中国的宏观调控具有中国特色的社会主义性质，体现了国家强有力的调动资源和控制经济的能力。因此，它和发达国家逆周期的宏观稳定具有极大的不同。

首先，中国的宏观调控，凭借其强大的国家能力对经济的积极介入，能够将“危”转化为“机”。这具体表现为利用经济下行的机会，将项目库中成熟的项目推向社会。

项目库中的项目一般都存放在发改委（包括国家发改委和地方发改委），而且之前也进行过论证，大多为一些基础设施建设。这些成熟的项目之前之所以没有启用，是因为推出会明显地增加总需求，从而当经济不存在下行压力时，很有可能会引起通货膨胀。

例如，1998 年东南亚金融危机发生时，中国利用经济面临下行压力的机会，开始大规模建设中国的高速公路网。而当 2008 年的全球金融危机发生时，中国则推出了大规模的高铁建设。相信本次经济下行压力下，中国会从项目库中推出更多项目，这些项目不仅包括一些基础设施建设，很有可能也包括一些新技术的运用等。

正如今年的政府报告中所指出的，“合理扩大有效投资。紧扣国家发展战略，加快实施一批重点项目。完成铁路投资 8000 亿元、公路水运投资 1.8 万亿元，再开工一批重大水利工程，加快川藏铁路规划建设，加大城际交通、物流、市政、灾害防治、民用和通用航空等基础设施投资力度，加强新一代信息基础设施建设。”

这些项目库的存在，本身就反映了国家通过五年规划等对经济的积极介入。因此，具有明显的社会主义性质。

第二，项目库中各种项目的推出，需要有资金来源，而与此相配合的中国的财政政策和货币政策则为项目的推出提供了融资的渠道。和西方发达国家的逆周期宏观稳定政策类似，中国也会通过货币政策和财政政策来应对经济的下行或过热。

例如，当 2008 年的全球金融危机发生时，中国也推出了 4 万亿支出的财政政策加十万亿贷款的货币政策。然而，与西方国家所不同的是，中国的财政政策和货币政策会有明确的载体，即前文所说的项目库中的项目。而在西方，由于奉行自由放任的市场经济，财政政策通常找不到明确的实施载体。

事实上，作为逆周期的宏观稳定政策，财政政策在西方现在已经很少被使用。而扩张性的货币政策（如降低利率等）的效应则取决于私有部门对此政策的反应。因此，经济复苏过程一

般极为缓慢。而在中国，由于有明确的实施载体，财政政策和货币政策的效应通常是立竿见影的。事实上，无论是上一次的亚洲金融危机和这一次的全球性金融危机，都基本上没有使中国经济增长的步伐停止下来。



银西高铁甘宁段马坊沟特大桥施工现场（6月23日无人机拍摄），新华社记者王鹏

第三，中国的宏观调控除了发改委的项目库、财政部的财政政策和央行的货币政策之外，还包括着其它各种各样的手段，其中，一个极为重要的手段是行政手段。行政手段的存在充分体现了中国社会主义市场经济的特点。中国大量的事业单位和国有企业为中国政府采用行政手段执行逆周期的宏观稳定提供了微观基础。

例如，当经济下行时，行政手段通常体现为不减少所雇佣的工人，反而要求增加雇佣等。本次逆周期的宏观调控中，如政府报告所述，今年国有大型商业银行已被要求给小微企业贷款要增长30%以上，而且，据说利率被要求压在5.3%。

财政政策有巨大的发债空间

本次宏观调控中，财政政策将出现一个新的特点，即除了为库存项目融资而增加支出之外，还将大量减少税费。报告中所提出的全年减税费2万亿被认为是报告最大的亮点。

对于积极的财政政策，人们关注的问题主要是债务。无论是增加支出，还是减少税费，都意味着赤字。而赤字是需要弥补的。现实中政府通常是通过发行债券来弥补赤字。这就带来了所谓的债务问题。那么，中国的债务情况又是如何呢？

从整体上来看，截至2017年底，中央政府负债占当年名义GDP的比重（即债务率）约为17%；地方显性负债率约为21%；两者之和（即所谓政府债务率）约为38%；但如果计入地方政府的隐性负债（事实上是一些地方政府所支持的融资平台的债务），负债率就上升至67%。与此同时，中国政府的赤字率从来没有超过3%（2016年为3%）。这说明从过去的实践中，中国政府是在严格遵守着国际上所流行的所谓债务警戒线标准：即负债率不超过60%，赤字率不超过3%。

然而，所谓国际上流行的债务警戒线并没有太多的经济学意义。上述标准并没有被欧盟以外的国家和地区所认可，即使在欧盟，超过此标准的也比比皆是。而这里所涉及的债务也只是指国债，不包括地方政府的债务。于是，与国际上大多数国家相比，中国中央政府的负债率（17%）

是极小的。例如，日本负债率就长期在 200%以上。美国、英国、法国等的政府负责率也在 100%左右。

综上，中国的财政政策可以更为、也应该更为积极。按照政府工作报告，今年赤字率拟按 2.8%安排。

货币政策不仅要降准，更要降息

今年的货币政策导向仍然是“稳健”，为什么在经济面临下行的压力下，货币政策仍然需要稳健？

首先必须理解，货币的扩展，尽管能够扩大经济的购买力，但毫无疑问，也同时增加了整个经济社会的债务。货币的扩展绝不是如某些经济学家所说的以直升飞机撒钱的方式进入经济社会，而必然是通过某种机制经兑换而得以实现。

现实中，绝大多数的货币扩张是通过贷款而实现的，而贷款意味着债务。然而，中国的企业债务占 GDP 的比例已经达到 156%，远高于世界上任何一个国家。如此巨大的债务，必然会拖累投资，是投资上不去的一个很重要的原因。

那么，为什么中国的债务率会如此之高？作者认为，本质上是因为中国利率太高的缘故。尽管就正规的商业银行来讲，其贷款利率也许并不算很高，政策上可能也就是 6%和 7%左右，但此种贷款很可能是给一个金融中介（如小贷公司、影子银行等），当然也可能是给一家国有企业，但是这个国有企业拿到钱以后不是自己直接投资，而是转身再去拆借给他人。中国的许多国有企业也搞金融，也有所谓的金融服务公司。

这实际上意味着，大量资金有可能在各资金贩子之间空转，进入不了真正需要贷款的人之手；而且即使最后进入真正需要贷款的人（如中小企业）手里的时候，已经是经过多道资金贩子之手，利率可能就非常的高了，可能达到 13%、20%等。这样一种货币（贷款）的传导机制肯定会给经济带来巨大的伤害。

借债要还，这是天经地义，但除了本金，还需还利息，即所谓连本带利。于是，利率的高低将很自然地成为债务积累速度（或是否形成债务危机）的关键变量。由于债务是按利率增长，而经济是按其增长率增长，因此，当债务利率长期大于经济增长率时，债务率将不可避免升高。这样一个结论可以推广到一般企业，如果贷款利率长期大于企业的资产（或收益）增长率，则该企业早晚会进入“明斯基时刻”。

以前中国处于高增长（比如 9%和 10%）这种阶段，债务问题就不会那么显著，因为债务率中分母的增长率很大。但是到了目前这个新阶段，中国经济的潜在增长率本身在下跌，企业本身也面临各种各样的转型压力，如果债务的利率还是居高不下的话，中国的债务问题只会越来越严重。

央行日前已经推出降准措施，以释放更多的流动性。然而，面对中国经济的下行压力，中国货币政策的目标更应该是：理清货币政策的传导机制，使货币（或贷款）进入实体企业时，其成本（或利率）更低。正如政府工作报告在谈到货币政策时所指出的，“着力缓解企业融资难融资贵问题。改革完善货币信贷投放机制，适时运用存款准备金率、利率等数量和价格手段，引导金融机构扩大信贷投放、降低贷款成本，精准有效支持实体经济，不能让资金空转或脱实向虚。”

总之，面对中国经济的下行压力，中国应积极主动推出库存项目，大胆启动更为积极的财政政策作为库存项目的主要融资来源，同时执行以降低利率为主要目标的稳健的货币政策，以缓解企业债务的积累速度，从而重新搞活企业。我们相信，通过这样一种逆周期行为，中国将有效地解决经济所面临的下行压力。正如前文所述，中国强有力的政府宏观调控能力几乎从来没有使经济进入真正的衰退，过去是如此，此次也不会例外。